

## Portfoliokonstruktion und der Einfluss von Nachhaltigkeitskriterien

# Gleiche Massnahme, völlig unterschiedliche Wirkung

Bei der Umsetzung von Nachhaltigkeitsansätzen gilt es zu bedenken, dass die Wirkung zu einem guten Teil von der Konstruktion des Portfolios abhängt. Dies lässt sich exemplarisch an drei Beispielen des Ausschlusses gewisser Titel aus dem SPI-Universum zeigen.

### IN KÜRZE

Man sollte die Effekte nachhaltiger Ansätze und Umsetzungen nicht isoliert von der Portfoliokonstruktion diskutieren. Grosskapitalisierte Titel aus Nachhaltigkeitsüberlegungen auszuschliessen, wirkt sich in einem marktkapitalisierten Portfolio wesentlich stärker aus als in einem gleichgewichteten.

Viele Investoren fragen sich heute zu Recht, welche Einflüsse verschiedene Ansätze zur Nachhaltigkeit auf ihr Anlageportfolio ausüben können und auch sollen. Die Antwort ist in unseren Augen subjektiv und individuell zu geben.

Fest steht jedoch, dass die Portfoliokonstruktion, sprich die Gewichtung der verschiedenen Anlagen und Instrumente in einem Portfolio, eine zentrale Rolle spielt. Oft wird diesem Umstand nicht ausreichend Rechnung getragen, weil sich die meisten Diskussionen auf die Definition der Nachhaltigkeit per se und auf den Ausschluss einzelner Firmen fokussieren.

In diesem Artikel zeigen wir anhand einfacher Beispiele für ein Portfolio von Schweizer Aktien gemäss SPI (siehe Kasten), weshalb die Portfoliokonstruktion so wichtig ist, um die Effekte verschiedener Umsetzungen von Nachhaltigkeitsansätzen sorgfältig beurteilen zu können.

### Nachhaltige Renditen

Wer den Einfluss nachhaltiger Anlageansätze für Schweizer Aktien auf die Rendite oder das relative Risiko (Tracking Error) beurteilen möchte, vergleicht in der Regel die Performance des entsprechenden nachhaltigen Ansatzes mit der Rendite des SPI.

Das ist naheliegend, aber erfordert Vorsicht bei der Interpretation. Man kann damit zwar eine Aussage über die erzielten Renditen machen, jedoch keine generelle über die Wirksamkeit oder den Einfluss der Nachhaltigkeit per se. Der Grund liegt in der Vernachlässigung der Portfoliokonstruktion wie folgende einfachen Beispiele zeigen.

### Beispiel 1 – Pharma, marktkapitalisiert

Ein Investor A habe sich entschlossen, den SPI grundsätzlich passiv zu replizieren, aber dabei zwei Titel aus Nachhaltigkeitsgründen auszuschliessen. Es sind dies Novartis und Roche. Investor A weicht damit um 27.8 Prozent vom marktkapitalisierten Index ab, obwohl er in 228 von 230 Titeln investiert. Investor B investiere ebenfalls grundsätzlich passiv und schliesse ebenfalls aus Nachhaltigkeitsüberlegungen zwei Titel aus der Pharmabranche aus, und zwar Tecan und Vifor. Damit weicht Investor B um rund 0.55 Prozent vom Index ab.

A und B investieren also beide marktkapitalisiert in 228 von 230 SPI-Titeln und schliessen beide aus Nachhaltigkeitsgründen zwei Pharmafirmen aus. Aber A wird je nach Performance von Roche und Novartis einen viel höheren Tracking Error und je nach Entwicklung der beiden Firmen auch eine viel höhere Performancedifferenz gegenüber dem Index ausweisen als B, der praktisch identisch mit dem SPI rentieren wird und praktisch kein relatives Risiko einget. Entsprechend wird der Effekt der Ausschlüsse (und damit fälschlicherweise der Nachhaltigkeit per se) von A und B unterschiedlich beurteilt, obwohl sie den identischen Ansatz zur Nachhaltigkeit (über Ausschlüsse) gewählt haben und diesen auch sehr ähnlich umsetzen (über zwei Ausschlüsse in der Pharmabranche).

### Beispiel 2 – Pharma, gleichgewichtet

Würden A und B nicht marktkapitalisiert, sondern gleichgewichtet investieren und benchmarken (der Index wäre der gleichgewichtete SPI), so führten

#### Ratana Tra

Senior Analyst,  
SIGLO Capital Advisory AG



#### Christoph Gort

Dr. oec, Managing Partner,  
SIGLO Capital Advisory AG



---

«Der Effekt des Ausschlusses zweier Titel aus einem Schweizer Aktienportfolio hat vor allem mit der Gewichtung der Titel im Portfolio sowie im Index zu tun und damit mit der Portfoliokonstruktion.»

---

ihre beiden jeweiligen Ausschlüsse zum praktisch identischen Anlageergebnis. Nämlich keiner spürbaren Abweichung vom gleichgewichteten Index, weder bei der Rendite noch beim relativen Risiko. Der Grund ist simpel, denn bei einer Gleichgewichtung aller 228 Titel würde man jeweils nur 0.87 Prozent des gleichgewichteten Index ausschliessen, unabhängig davon, ob die Titel nun Roche und Novartis oder Tecan und Vifor heissen. Entsprechend ist anzunehmen, dass die Beurteilung des gewählten Nachhaltigkeitsansatzes bei A und B ähnlich ausfielen, da er nur einen sehr geringen Einfluss auf die Rendite und das relative Risiko ausüben würde.

Die Beispiele 1 und 2 zeigen, dass der Effekt des Ausschlusses zweier Titel aus einem Schweizer Aktienportfolio vor allem mit der Gewichtung der Titel im Portfolio sowie im Index zu tun hat und damit eben mit der Portfoliokonstruktion. Wir erkennen sofort Folgen-

des: Ein Ausschluss grosskapitalisierter Titel führt bei einer marktkapitalisierten Portfoliokonstruktion zu starken Abweichungen der Renditen und Risiken von einem marktkapitalisierten Benchmark-Index. Der Ausschluss kleiner Titel spielt hingegen rendite- und risikomässig praktisch keine Rolle. Man sollte deshalb die Effekte nachhaltiger Ansätze und Umsetzungen nicht isoliert von der Portfoliokonstruktion diskutieren.

#### *Beispiel 3 – Ausschluss der Hälfte*

Spinnen wir die Überlegungen noch etwas weiter und führen Anleger C ein. Dieser schliesst mit seiner Umsetzung von Nachhaltigkeit nicht nur zwei, sondern gleich 115 Titel aus dem SPI-Universum aus. Allerdings trifft sein Ausschluss nur die 115 kleinstkapitalisierten Titel im Index. Bei einer marktkapitalisierten Portfoliokonstruktion wirkt sich dieser Ansatz von C kaum spürbar auf die Rendite und das relative Risiko aus, obwohl die Hälfte aller Titel in der Schweiz nicht im Portfolio von C auftauchen. Der Ausschluss von zwei Titeln im Beispiel A wirkt sich marktkapitalisiert spürbar stärker aus als der Ausschluss von 115 Titeln.

Bei einer Gleichgewichtung aller Titel wäre der Effekt bei C hingegen wesentlich stärker, weil die Hälfte der Titel im Portfolio C gegenüber dem gleichgewichteten SPI fehlt. Auch in diesem Beispiel erkennen wir, dass die Beurteilung der Nachhaltigkeitsumsetzung beziehungsweise der Ausschlusskriterien signifikant von der Portfoliokonstruktion abhängt.

Die Beispiele zeigen, dass selbst identische Nachhaltigkeitsansätze (hier Ausschlüsse) je nach Umsetzung zu unterschiedlichen Ergebnissen führen. Eine zielführende Diskussion beinhaltet deshalb nicht nur eine Debatte über die subjektiv wahrgenommene Nachhaltigkeit (oder Nicht-Nachhaltigkeit) einzelner Unternehmen, sondern auch eine Berücksichtigung der gewählten Portfoliokonstruktion. Nur so können Ansätze zur Nachhaltigkeit aussagekräftig geprüft, miteinander verglichen und sinnvoll umgesetzt werden. ■

#### Der Swiss Performance Index (SPI)

Der Swiss Performance Index (SPI) umfasst 230 Schweizer Titel. Die Portfoliokonstruktion erfolgt marktkapitalisiert. Das heisst, dass die Gewichte aller Unternehmen im Index anhand ihres Börsenwerts festgelegt werden. Per Ende April 2018 entfallen gut 47 Prozent auf drei Titel: Nestlé (19.3 Prozent), Novartis (15 Prozent) und Roche (12.8 Prozent). Auf der anderen Seite sind im SPI Dutzende von Titeln mit einem Gewicht von weniger als 0.1 Prozent enthalten.